



MACROECONOMIC *view*

12. Juni 2024



Bruno Cavalier
Chefökonom - ODDO BHF

Wohin geht Frankreich?



KEY HIGHLIGHTS:

- Die vorgezogenen Parlamentswahlen schaffen eine nie gekannte politische Unsicherheit.
- Drei Optionen: Sieg für Macron, Spaltung in drei Blöcke, Sieg für den Rassemblement National.
- Die letzte Option ist die wahrscheinlichste und würde zu einer „Cohabitation“ zwischen Macron und dem RN führen.
- Das Risiko eines Frexit ist verschwunden, aber die Wirtschaftspolitik des RN kann Investoren beunruhigen.
- Die Risikoprämie für französische Schulden wird wahrscheinlich weiter steigen.



Die jüngsten Wahlen zum Europäischen Parlament in Frankreich führten zu einer Niederlage für die Präsidentenpartei. Sie erhielt nur halb so viele Stimmen wie Marine Le Pens Rassemblement National (RN) mit 14,6% gegen 31,3%. Dieses Ergebnis wurde zwar von den Meinungsforschungsinstituten vorhergesagt, aber die Niederlage ist für Emmanuel Macron dennoch schwer zu verkraften. Einerseits hatte er sich in der Kampagne engagiert und viele Reden gehalten, um die europäische Integration zu verteidigen. Andererseits gewann die RN in verschiedenen Bevölkerungsgruppen, die ihr bisher eher feindlich gegenüberstanden (Frauen, Führungskräfte, Rentner), weiter an Zustimmung. **Als Gegenschlag darauf löste Emmanuel Macron die Assemblée Nationale auf und rief für den 30. Juni und 7. Juli neue Parlamentswahlen aus.** Diese äußerst seltene Entscheidung kam für alle überraschend, auch für das Lager des Präsidenten. **Dies führt zu einer selten dagewesenen Situation der politischen Unsicherheit.** Wohin geht Frankreich also?

Betrachten wir zunächst den politischen Aspekt.

Die französische Verfassung erlaubt es dem Präsidenten, die Assemblée Nationale einmal im Jahr aufzulösen. In den sechszwanzig Jahren seit der Gründung der Fünften Republik wurde von diesem Recht nur fünfmal Gebrauch gemacht, das letzte Mal vor fast dreißig Jahren. Das berühmteste Beispiel ist

die Auflösung im Mai 1968, die von General De Gaulle als Reaktion auf die tiefe soziale Krise, die das Land wochenlang lähmte, beschlossen wurde.

Mit der Auflösung der Assemblée Nationale erkennt Emmanuel Macron an, dass er nicht mehr in der Lage ist, seine Arbeit fortzusetzen. Er verfügt nur über eine relative Mehrheit in der Assemblée Nationale und seine Regierung steht unter der ständigen Bedrohung, dass sich alle Oppositionsparteien zusammenschließen, um die Regierung zu stürzen. In zwei Jahren ist dies nicht geschehen, aber es ist ein Damoklesschwert. Die Entscheidung des Präsidenten ist dennoch gefährlich, da sie den Oppositionsparteien zum Vorteil gereichen könnte. Darüber hinaus findet sie nur wenige Wochen vor einem weltweiten Sportereignis statt, den Olympischen Spielen in Paris 2024, die enormen Ressourcen für die Sicherheit und den Empfang der Besucher binden werden.

Die Folge von Macrons Wette ist ungewiss. Das ideale Szenario für den Präsidenten wäre ein Coup à la De Gaulle nach dem Motto „Ich oder das Chaos“. Damit würde er einige linke und rechte Wähler dazu zwingen, sich seiner zentristischen Allianz anzuschließen, da sie die radikalen Parteien, La France Insoumise auf der extremen Linken und der Rassemblement National (RN) auf der extremen Rechten, ablehnen. Die aktuelle Situation hat jedoch



nichts von dem Aufstandscharakter, der 1968 herrschte.

Was sind die Szenarien für diese Wahl? Angesichts der derzeitigen Allianzen zwischen den politischen Parteien könnte es drei Blöcke geben, einen mit der Linken und der extremen Linken, einen mit Macron und seinen Unterstützern und einen dritten mit der RN und Überläufern von der konservativen Partei. Natürlich behauptet jeder Block, dass er gewinnen kann.

Die ersten verfügbaren Umfragen stimmen darin überein, dass ein Sieg Macrons sehr unwahrscheinlich ist, und sehen alle den RN als Sieger, wobei unklar ist, wie hoch dieser Sieg ausfallen wird. Aufgrund der Besonderheiten des französischen Wahlsystems (zwei Wahlgänge, 577 Wahlkreise) sind die Prognosen mit einer relativ großen Ungenauigkeit behaftet. **Es ist möglich, dass die Wahlen keiner Seite eine absolute Mehrheit in der neuen Versammlung verschaffen. Dies wäre eine Blockadesituation.** Die Regierung, wer auch immer sie sein mag, würde sich auf die laufenden Geschäfte beschränken und jegliche Reformprojekte wären ausgeschlossen. **Es ist auch durchaus möglich, dass die neue Versammlung von der RN dominiert wird.**

In diesem Fall müsste der Präsident den RN-Chef Jordan Bardella bitten, eine Regierung zu bilden, in der geheimen Hoffnung, dass diese Partei sich als unfähig erweist, das Land effektiv zu führen. Einige sagen, dass dies das eigentliche Ziel des Präsidenten wäre, um seine Gegnerin Marine Le Pen vor den Präsidentschaftswahlen 2027 zu diskreditieren. Es sei darauf hingewiesen, dass Macron nicht für eine dritte Amtszeit in Folge kandidieren darf. Wenn man das Spiel mit der politischen Fiktion sehr weit treibt, könnte man sogar eine letzte Hypothese in Betracht ziehen, nämlich den Rücktritt des Präsidenten, was zu vorgezogenen Präsidentschaftswahlen führen würde (ein einmaliger Fall in der französischen Geschichte, De Gaulle noch einmal, aber 1969).

Eine Situation der „Kohabitation“ zwischen einem Präsidenten einer politischen Richtung und einer Regierung der entgegengesetzten Richtung trat in der Vergangenheit dreimal in den 1980er und 1990er Jahren auf. Der Präsident zieht sich dann auf sein reserviertes Gebiet der auswärtigen Angelegenheiten zurück und die Regierung kümmert sich um die häuslichen Angelegenheiten. Dies kann zu Reibungen zwischen dem Staatsoberhaupt und dem Regierungschef führen. In jedem Fall würde die Wirtschafts- und Haushaltspolitik kurzfristig weniger vorhersehbar werden.

Wie ist die wirtschaftliche Lage in Frankreich? In den letzten Jahren war die französische Wirtschaft den gleichen Schocks ausgesetzt wie ihre Nachbarn.

Die Bedingungen für Aktivitäten wurden wie nie zuvor gestört. Zunächst gab es einen Einbruch der Aktivität während der Pandemie, gefolgt von einer starken Erholung; einen Anstieg der Inflation während der Energiekrise, gefolgt von einer schnellen Desinflation; eine Kreditverknappung nach einer Straffung der Geldpolitik; eine Verschlechterung der öffentlichen Finanzen.

In Anbetracht der Ergebnisse für 2023 und der Prognosen für 2024 liegt das französische Wirtschaftswachstum etwas über dem EU-Durchschnitt und die Inflation ist etwas niedriger. Der Arbeitsmarkt ist recht robust, aber die Unternehmensinsolvenzen nehmen zu. Das Geschäftsklima ist seit einigen Monaten relativ stabil auf einem Niveau, das mit einem schwachen Wachstum vereinbar ist. Die Stimmung der Haushalte ist aufgrund des Kaufkraftschocks weiterhin schwach. **Alles in allem ist dies das Bild einer sich erholenden Wirtschaft, die noch nicht alle vergangenen Schocks überwunden hat. Unter diesen Umständen kann die politische Unsicherheit ein Klima der abwartenden Haltung schaffen, was sich nachteilig auf die Investitions- und Einstellungspläne der Unternehmen auswirken könnte.**

Welche Auswirkungen hat dies auf die öffentlichen Finanzen? Dies ist der traditionelle Schwachpunkt Frankreichs. Kurz vor der Pandemie, in den Jahren 2018 und 2019, wurde das französische Haushaltsdefizit unter die kritische Schwelle von 3% des BIP gesenkt. Die Verschuldung war bei 98% stabilisiert. In den letzten vier Jahren hat sich die Situation erheblich verschlechtert. Im letzten Jahr betrug das Haushaltsdefizit wieder 5,5% des BIP und die Schulden lagen bei fast 110% des BIP. Im Jahr 2007, vor der Finanzkrise, betrug die Staatsverschuldung im Verhältnis zur französischen Bevölkerung 20.000 EUR pro Person. Im Jahr 2023 waren es 45.000. In zwei Jahren werden es 50.000 sein.

Das Rating des Landes wurde von Fitch im vergangenen Jahr und von S&P im vergangenen Monat herabgestuft. In den nächsten Tagen wird die Europäische Kommission ein Defizitverfahren gegen Frankreich einleiten, zusammen mit einem Dutzend anderer EU-Länder. Die Haushaltsposition Frankreichs hat sich nicht nur gegenüber Deutschland, sondern auch gegenüber anderen Nachbarn verschlechtert. All dies schränkt den haushaltspolitischen Handlungsspielraum der nächsten Regierung ein.

Normalerweise wird das politische Risiko in Frankreich als gering angesehen. Vor den Präsidentschaftswahlen 2017 waren die Anleger besorgt über den Frexit (Austritt aus der Eurozone),



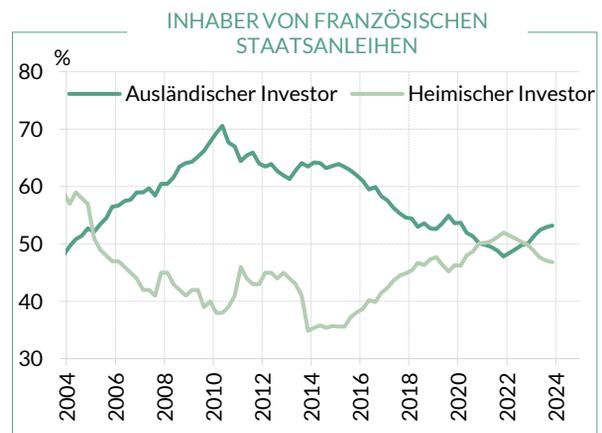
da dies ein Element des damaligen Programms von Marine Le Pen war. Nach ihrer Niederlage lehnte sie diese Idee ein für alle Mal ab. Der RN kritisiert die EU, strebt aber nicht mehr nach einem Austritt aus der EU, das ist eine Tatsache. **Das Risiko eines „Frexit“ kann nunmehr als null betrachtet werden. Das politische Risiko liegt eher in den finanziellen Kosten der von der RN vorgebrachten wirtschaftlichen Maßnahmen.**

Bei den Präsidentschaftswahlen 2022 schätzte die Concorde Foundation, dass das Programm von Marine Le Pen das strukturelle Haushaltsdefizit um 3,3 % des BIP pro Jahr erhöhen würde. Heute hält die RN ihre Wirtschaftspolitik im Unklaren, falls sie die nächste Regierung anführen sollte. Ihre Prioritäten liegen vor allem in den Bereichen Sicherheit und Einwanderung. **Einige Ausgabenversprechen sind nicht mit einer Kontrolle der Defizite und der Verschuldung vereinbar. Eine zu laxen Haushaltspolitik könnte auf den Märkten mit einem Anstieg der Zinssätze bestraft werden.** Dies geschah der britischen Regierung von Liz Truss im Jahr 2022 und der italienischen M5S-Lega-Regierung im Jahr 2018, was ihnen kein Glück brachte. Dies ist sicherlich eine Lehre, über die man nachdenken sollte.

An dieser Stelle ist eine wichtige Erinnerung angebracht: Etwa die Hälfte der französischen Schulden wird von ausländischen Investoren gehalten (Graphik). Dieser Anteil hat sich seit 2010 verringert, ist aber immer noch so hoch, dass haushaltspolitische Abenteuer nicht toleriert würden. In den letzten zwei Jahren bewegte sich der Zinsspread zwischen französischen und deutschen Staatsanleihen in der Nähe von 50 Basispunkten. Unter den derzeitigen Umständen besteht das Risiko, dass dieser Aufschlag steigt, bevor die politische Situation geklärt ist.

Welche Auswirkungen hat dies auf Europa? Es ist schwer zu sagen, in welchem Ausmaß die Niederlage von Emmanuel Macron bei den jüngsten Europawahlen auf seine Person zurückzuführen ist (seine Zustimmungswerte haben sich nie von der „Gelbwesten“-Krise 2018 erholt) oder auf seine Ideen, die eine weitere europäische Integration in einer Welt, die versucht ist, sich nach innen zu wenden, befürworten. Sicher ist jedenfalls, dass die Vorschläge des französischen Präsidenten zur Entwicklung der strategischen Autonomie Europas, zur Stärkung seiner Verteidigung und zur Erhöhung seines Budgets nicht gestärkt hervorgehen werden.

In Deutschland erlitt die regierende Dreiparteienkoalition ebenfalls einen Rückschlag bei den Europawahlen, insbesondere die Partei von Kanzler Scholz. Vor fünf Jahren wurde die Besetzung der wichtigsten Posten in der EU zwischen Frankreich und Deutschland ausgehandelt, zwei Länder, die stark genug schienen, um dem Rest der EU ihre Ansichten aufzuzwingen. Dieses Mal sind beide Länder und ihre Führer geschwächt. Das europäische Spiel wird dadurch komplexer und damit unsicherer.



Quelle der Grafik: Agence France Trésor, ODDO BHF

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Performance kann bei Anlagen mit Fremdwährungsbezug infolge von Währungskursschwankungen steigen oder fallen. Schwellenländer können mehr politischen, wirtschaftlichen oder strukturellen Herausforderungen ausgesetzt sein als entwickelte Länder, woraus ein höheres Risiko entstehen kann

Wichtige Hinweise

Dieses Dokument wurde von der ODDO BHF SE nur zu Informationszwecken erstellt. Darin enthaltene Äußerungen basieren auf den Markteinschätzungen und Meinungen der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Diese können sich abhängig von den jeweiligen Marktbedingungen ändern. Weder dieses Dokument noch eine in Verbindung damit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Etwaig dargestellte Einzelwerte dienen nur der Illustration. Einzelne Aussagen sind weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung durch hierfür qualifizierte Personen zu ersetzen. Bevor in eine Anlageklasse investiert wird, wird dringend empfohlen, sich eingehend über die Risiken zu erkundigen, denen diese Anlageklassen ausgesetzt sind, insbesondere über das Risiko von Kapitalverlusten.

ODDO BHF SE - Gallusanlage 8 · 60323 Frankfurt am Main · Postanschrift: 60302 Frankfurt am Main · www.oddo-bhf.com Vorstand: Philippe Oddo (Vorstandsvorsitzender) · Grégoire Charbit · Joachim Häger · Christophe Tadié · Benoit Claveranne · Monika Vicandi · Vorsitzender des Aufsichtsrats: Werner Taiber · Sitz: Frankfurt am Main. Registergericht und Handelsregister Nummer: Amtsgericht Frankfurt am Main HRB 73636 USt-IdNr. DE 814 165 346 · BIC/SWIFT BHFBBE3300 - www.oddo-bhf.com